

研究論文

株主と利害関係者の権利

―東京証券取引所のコーポレート・ガバナンス白書2018を読む―

小 島 大 徳

1 東京証券取引所のコーポレート・ガバナンス白書の概要

東京証券取引所（以下「東証」という）は、2007年から2年おきに、『東証上場企業 コーポレート・ガバナンス白書（以下「東証白書」という）』を公表している。これは、1998年から2005年まで続いた『コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果』（計4回、2年おき実施）を引き継ぐものである。2019年白書の公表によって、計11回にわたる調査の結果が蓄積されたことになり、株式会社といえども公の同一機関によるコーポレート・ガバナンスに関する調査としては、日本でもっとも長く実施されているものである。これに先立って、東証は、2018年に最新の『コーポレート・ガバナンス・コード（東証コード2018）』を公表している。これは、2016年のコード（東証コード2016）を改定したものであった。それが実際に企業経営に適用されて初めての東証白書の公表である。具体的に、東証白書2019は、調査対象企業が3,594社（一部2,098社、二部511社、マザーズ256社、JASDAQ729社）、上場企業のすべての企業であり、現在の日本におけるコーポレート・ガバナンス実態を浮き彫りにしてくれる非常に有用な資料的価値を持つものであるといえる。

本論では、東証白書を読み、日本の上場企業のコーポレート・ガバナンス像を明らかにすることを目的とする。そして、主として、コーポレート・ガバナンス原則の基本的思想から現在の上場企業のコーポレート・ガバナンス像を批評する。その際には、OECD（経済協力開発機構）から出され

ている『G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則（以下「OECD原則」という）¹⁾』と東証コード2018の内容に合致しているかどうかを基本的支柱に据える。

2 株主の権利・平等性の確保に関する事項

2.1 東証コード2018—基本原則1—の概要

東証コード2018は、基本原則1を下記のように定めている。

【基本原則1】

上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

東証コードは、現在の世界標準原則であるOECD原則の枠組みをそのまま採用して作成している。伝統的に原則やコードの最初におさめられるのが、株主の権利に関する事項である。民主主義体制で資本主義経済下の国において、現在こそ少なくなったが、株主を経営から阻害することを許容する企業法制をとる国や地域があったため、これを是正するためにおかれた。近年では、共産主義体制で経済体制が資本経済を採用している国の経済発展が著しいことを考慮し、そのような体制下でも、企業体制の根幹である株主の権利について保障する必要がある、いまなお最初に置かれる項目となっている。

2.2 東証白書2019—株主の権利—の特徴

株主の権利のうちもっとも重要なのが、株主総会の規定である。会社の最高意思決定機関として、定款の変更、取締役等の選解任、利益分配の決

定などの最終決定権を有する。そのため、コードは、株主総会の招集と議決権行使の2つについては、とくに注目される。

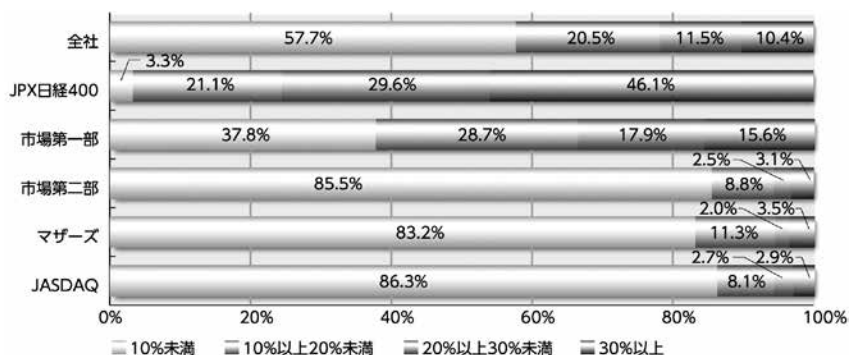
株主総会の招集通知の早期発送は、第一部が80.2%、第二部が62.8%、マザーズが79.3%、JASDAQが39.4%となっており、人員と経費の規模によって違いがでるといえる。電磁的方法（いわゆるネット投票）による議決権の可否は、第一部が54.4%、第二部が15.9%、マザーズが60.2%、JASDAQが12.1%であり、いまだに、遠方および海外在住者の株主総会への参加のハードルは高い。それを反映するかのよう、招集通知の英訳版作成率も、第一部が50.5%、第二部が11.2%、マザーズが43.8%、JASDAQが5.8%と、外国人株主比率が図2のように、特に第一部を中心に高率であることとあ

図1 株主総会の活性化等の取組状況（市場区分別）

	招集通知の 早期発送	集中日を回避した 株主総会の設定 (3月決算会社)	電磁的方法による 議決権の行使	議決権電子行使 プラットフォーム への参加	招集通知の 英訳版作成
全社	69.4%	38.6%	40.8%	31.4%	35.4%
JPX日経400	89.7%	54.1%	88.5%	85.0%	90.2%
市場第一部	80.2%	44.7%	54.4%	45.3%	50.5%
市場第二部	62.8%	31.7%	15.9%	7.4%	11.2%
マザーズ	79.3%	30.5%	60.2%	43.4%	43.8%
JASDAQ	39.4%	28.9%	12.1%	4.3%	5.8%

（出所）東京証券取引所『東証コーポレート・ガバナンス白書2019』15ページ。

図2 外国人株式所有比率（市場区分別）



（出所）東京証券取引所『東証コーポレート・ガバナンス白書2019』7ページ。

わせてみても、非常に低率であると言わざるを得ない。

2.3 東証白書2019—株主の権利—からわかる問題点

ここでの少数意見として、「支配株主との取引の妥当性に関し、必要に応じて会計監査人、弁護士、税理士等の外部機関に意見を求める旨の記載もみられた²⁾」としていることに注目すべきである。会社の会計監査人は、会社の機関であり外部機関ではない。しかし、会計監査人を公認会計士と読み替えるならば、外部の専門家に意見を適時求める姿を示しており、高く評価できる。はやり、純粋な外部者とは、当該会社から何らかの金品を受け取っている者ではなく、経済的独立性と精神的独立性を有している者としなければならない。くわえて、会社側の経営に日常的に参加しておらず、職業的倫理性を持ったものによる助言が望ましい。助言によれば、会社による経営を侵すこともなく、経営者の経営の自由を間接的にも直接的にも損なうことがない。

社外取締役といえど、すでに取締役に任命されたならば、機関投資家をはじめとする株主は、すでに内部者であると認識している。そのため、このような経営判断をする上での純粋な外部者に助言を求めていく姿勢が今後増えていくことが切に望まれる。

3 株主以外のステークホルダーとの適切な協働に関する事項

3.1 東証コード2018—基本原則2—の概要

東証コード2018は、基本原則2を下記のように定めている。

【基本原則2】

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な

事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

東証コードは、特に企業活動によって負の影響をうけるステークホルダー（利害関係者または企業関係者）との調和を図りつつ、企業不祥事を防止させ、企業倫理の確立を目指すべきだと強調する。なぜならば、企業法制によって権利関係が確定している株主などとは違い、過去の企業不祥事の事例をみても、ステークホルダーは、多くの場合、あいまいな立場に置かれているからである。つまり、企業法制によってカバーされていない事項を、この東証コードで強力に補おうとしているのである。

3.2 東証白書2019—株主以外のステークホルダーとの適切な協働—の特徴

ここで注目すべきは、ステークホルダーの立場の尊重に関する社内規程等が置かれている割合が高いことである。東証白書2019によると、第一部が77.4%、第二部が59.9%、マザーズが63.7%、JASDAQが51.7%であり、全社平均で68.7%、JPX日経400で87.7%と、企業規模が大きくなればなるほど、熱心に取組んでいる姿が浮き彫りになる。さきほどの、株主の権利の取組みよりも熱心かつ広範囲にわたる取組状況がみてとれる。ここには、消費者や地域住民という日々接するステークホルダーの重要性を、十分に認識していることがわかる。

図3 ステークホルダーの立場の尊重に係る取組状況（市場区分別）

	社内規程等に規定	環境保全活動、 CSR活動等の実施	情報提供に係る方針等の策定
全社	68.7%	67.7%	56.0%
JPX日経400	87.7%	93.7%	73.9%
市場第一部	77.4%	79.6%	63.1%
市場第二部	59.9%	62.4%	39.3%
マザーズ	63.7%	40.2%	80.5%
JASDAQ	51.7%	46.6%	38.7%

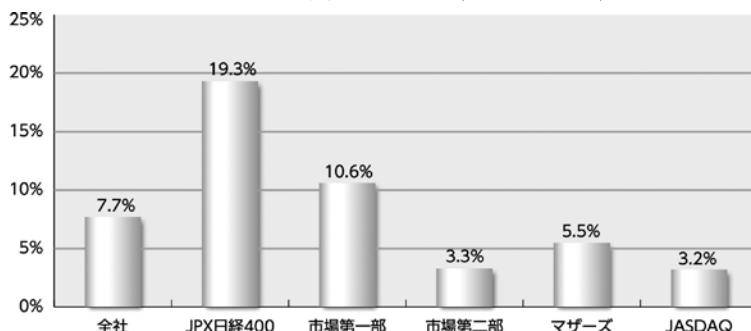
（出所）東京証券取引所『東証コーポレート・ガバナンス白書2019』36ページ。

3.3 東証白書2019—株主以外のステークホルダーとの適切な協働—からわかる問題点

東証白書では、ほかにも、「女性の活躍状況の開示に係るCG報告書の記載要領の改訂（2013年4月18日付）を行い、役員への女性の登用に関する現状をCG報告書の「ステークホルダーの立場の尊重に係る取組み状況」の任意的な記載事項³⁾や、それに関連して女性の役員登用率を調査し、女性の企業経営者（「女性役員（本社と子会社の取締役、監査役、執行役、執行役員）⁴⁾」への登用問題を熱心に推し進める姿勢をしている。たとえば、JPX日経400では19.3%で、第一部が10.6%、第二部が3.3%、マザーズが5.5%、JASDAQが3.2%となり、全社平均で7.7%である。一読すると、全般的に女性の役員登用率は低いように思われるが、数十年前よりは確実に上昇している

しかし、女性の役員登用率をコードで強制することは、企業経営を矯正することにほかならず、コードとして置くことは好ましくない。このことは、原則やコードを全体で捉えるとステークホルダー全体のバランスを失わせかねない問題となり、なによりも、経営者に女性を登用することは、ステークホルダーの問題ではない。その証左として、OECD原則では、これに関することへの言及にあまり乗り気ではない。もし、これらが必要であれば、経営者に関連する項目に置くべきであろう。さらに言及するなら

図4 女性役員の登用率（市場区分別）



（出所）東京証券取引所『東証コーポレート・ガバナンス白書2019』39ページ。

ば、東証コードや東証白書による企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮などへの記載調査も必要なのかも疑問である。これはコーポレート・ガバナンスの問題ではなく、他の重要なコーポレート・ガバナンス課題を結果的に薄めることを招きかねない。

4 東証コーポレート・ガバナンス白書とOECD原則

東証コード2018は、「実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなる⁵⁾」としている。自らも表明しているように、東証コード2018は、主要な原則を取りまとめたものであり、その範囲を超えて意義を見いだそうと努力したものではない。つまり、本来ならば、東証コード2018には、行動指針型原則としての役割が期待されるのであるが、期待される範囲を超えていないのが残念である。つまり、コードとは、本質的なコーポレート・ガバナンス問題を具体的に行動させるための行動指針であり、問題を解決に導く具体的な内容とならなければならない。

しかし、今回の東証白書2019の調査項目の内容を読み解くと、OECD原則を枠組みとして採用し、そのなかに、現代的な課題を組み入れた横の広がり強く感じる。本来、コードは、問題をさらに深く解決に導く縦の広がりを持たせなければならないと強く主張したい。株主総会の形骸化、取締役会の機能強化、経営者支配、買収防止策の適法化など、さまざまな伝統的なコーポレート・ガバナンス問題を深掘りすることに、コードは注力すべきである。たとえば、経営者の罷免、退任、自主辞任についての規定の方針など、現代の企業経営のグレーな倫理について、情報開示をもとめ、透明化を図る努力をするべきである⁶⁾。そして、つぎなる課題は、コーポレート・ガバナンスと情報開示・透明性の問題へと移行するのである。

注

- 1 G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則については、小島大徳 [2017] を参照のこと。
- 2 東京証券取引所 [2019] 33ページ。
- 3 東京証券取引所 [2019] 37ページ。
- 4 東京証券取引所 [2019] 38ページ。
- 5 東京証券取引所 [2018] 1ページ。
- 6 会社法上、株主が株主総会の議決によって、取締役を中心とした会社経営者の選解任権を有している。経営者の選任に関する議題は、取締役会が株主総会に提出するため、そして、株主総会は、取締役会による提出議案に反対することが少ないため、取締役会提出の取締役候補者が結果的に取締役となることは、多くの会社ですでに常態化している。このことへの批判や擁護が古くから数多くなされてきているが、問題なのは、経営者の辞任の問題である。これら経営者辞任とコーポレート・ガバナンスについては、小島大徳 [2014] を参照のこと。

参考文献

- 小島大徳 [2009] 『企業経営原論』 税務経理協会。
- 小島大徳 [2010] 『株式会社の崩壊』 創成社。
- 小島大徳 [2014] 「経営者の辞任とコーポレート・ガバナンス」『国際経営論集』 第47号, 神奈川大学経営学部, 35-44ページ。
- 小島大徳 [2017] 「G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則の内容と評価」『国際経営フォーラム』 神奈川大学国際経営研究所, 89-98ページ。
- 東京証券取引所 [2019] 『コーポレート・ガバナンス白書2019』
- 東京証券取引所 [2018] 『コーポレート・ガバナンス・コード』